

招商标普红利贵族指数拟任基金经理牛若磊:

# 美国经济持续复苏宜配高分红资产



证券时报记者 方丽

招商标普红利贵族指数是国内第一只明确投资美国高分红股票的合格境内机构投资者(QDII)基金,其管理人牛若磊已具备 10 年的海外投资管理经验。

牛若磊表示,未来 12 至 18 个月美国经济将持续复苏,但并非高速增长,正适合配置具有稳定收益的高分红资产。美联储债务上限讨论和是否退出量化宽松,也让今年底明年初迎来较好建仓机会。”

## 美国经济将持续复苏

在澳洲、香港等地都有丰富投资经历的牛若磊,看市场机会往往更为独到,他认为未来 12 至 18 个月美国经济将持续复苏。

两个原因支持我的观点。”牛若磊首先谈及就业,最新官方数据显示,美国首次申请失业救济人数已经连续五周下降,非农就业和失业率持续好转。更可喜的是,前期非农就业好转大部分是由于美国政府提供就业机会,但目前是很多私营企业提供了不少就业机会,让就业率持续好转。

华安科技动力基金经理李冠宇:

# 科技股值得估值溢价



证券时报记者 张哲

江山代有才人出。

今年股市上一批老牌基金经理十分不适应,却也不乏投资新锐涌现。华安基金科技动力基金经理李冠宇让市场看到了投资新生代的锐气。

Wind 资讯数据显示,截至 10 月 31 日,华安科技动力今年以来上涨了 33.20%,而同期沪深 300 指数下跌了 5.92%。短短 10 个月时间内,华安科技动力在同类产品中的排名较去年底提升了 200 个位次。

## 风格转换灵活

李冠宇曾在中山证券、海通证券任职研究员,2010 年加入华安基金担任 TMT 研究员,今年 4 月起担任华安动态灵活混合基金经理、华安科技动力股票基金经理,属于典型的研究派基金经理。不过,从他的投资操作来看,风格转换非常灵活,对市场热点和趋势的把握有较高的敏锐性,又有点

美国是中小私营企业提供了大多数的就业机会,如果能让美国失业率保持低位,必须刺激这类企业的用人需求,宽松的资金面是最好的推动力。”牛若磊说。

牛若磊表示,目前美联储宽松政策延续和金融业修复资产负债表带来的融资环境改善,资金流转速度加快,流动性宽松环境将在一段时间内持续,对中小企业提供有力支持,因此就业机会能持续增加,也刺激经济走好。

房地产情况的转好是支持牛若磊观点的第二个利好因素。他表示,美国房地产市场在金融危机见底后开始复苏,部分沿海大城市房价已经上涨超过 30%,虽然有些内陆城市上涨暂时滞后,但自 2008 年以来有一部分被压抑的刚需会被释放出来刺激房价上涨。他观察一些数据表示,2008 年之后结婚人数下滑、出生率下滑,成年子女和父母一起生活的比例增加,这些都是潜在刚性需求。低利率环境将唤醒这些需求,刺激房价走强。

需求增加,房地产存存量慢慢减少,在一定时间内还会出现供给和需求紧平衡的状态,刺激房地产新开工,再推动美国经济持续复苏。”牛若磊表示。

不过,牛若磊坦言,虽然这两大因素支持美国经济复苏,但是经济增长速度很难达到过去 3.5% 以上水平。这主要是因为虽然私营部分向好,但公共部分主流是收缩和缩减赤字。而且美联储会逐步退出量化宽松政策,一旦复苏趋势强劲很可能加快退出。这两个因素又为美国经济增长设置了上限。”

## 瞄准高分红资产

正是看准了美国市场持续但并非高速增长的复苏,布局美国市场更应该关注拥有稳定回报的高分

红资产。

投资大师巴菲特很重要的一条投资逻辑就是长期持有、享受高成长和高分红。标普公司也将持续高分红为股东创造现金收益的公司视为贵族公司,其他公司则是“铁公鸡”,因此从标普 1500 里选出了 20 年均分红且未出现派息下滑的公司,设置了标普红利贵族指数。

牛若磊也强调稳定的派息收益。他表示,虽然单看一年可能分红率并不是很高,如标普 500 每年平均派息率为 2%,标普红利贵族指数每年平均派息率为 3.4%,但把时间拉长,其红利收益占到投资指数总收益的 50% 左右。

数据也显示,标普红利贵族指数 1999 年设立,截至 2012 年底的平均收益率为 8%,但标普 500 同期收益率仅 1.5%,正是高分红在起作用。

能高分红的一般多为价值股,在目前市场环境下投资价值更大。”牛若磊研究美国股市历史发现,价值股持续跑赢成长股,尤其在美国经济是复苏而不是高速增长的状态下。以苹果公司为例,该公司持有大量现金且未进行定期分红,这样不确定性会比较大,因为经济复苏期具有高收益投资价值

的领域不多,而该公司将这部分现金投资到其所认为收益高的领域,很可能增长无法兑现,从而拉低股价。因此,他更倾向于认为价值股在未来 12 至 18 个月能战胜市场。

牛若磊进一步表示,当前美国股票估值水平处于历史低位,标普 500 现阶段的静态 PE 水平范围为 15 倍左右,低于近 20 年来的平均水平,有较大的安全边际,估值水平向上概率较大。

同时,大部分市场分析师认为,明年标普公司盈利增长将保持在 10% 左右,指数也将拥有相应的预期收益空间。由于经济运行趋势趋于平稳,相对于此前市场受困于欧债危机、美国国债问题等突发事件,明年预计不会有类似的重大事件影响指数增长,指

## 科技股值得估值溢价

在李冠宇看来,目前中国的科技领域在国民经济中的占比较小,而未来科技行业应该存在系统性机会,很可能会复制美国科技行业的发展进程,占比将持续提升。

朱来生活中所有用到的东西可能都会出现智能化趋势,比如智能汽车、智能手表、智能鞋,还有智能眼镜,都值得关注。中国股市给予这些企业很高的估值,从而推动中国科技行业实现飞速发展。”李冠宇认为。

针对未来的投资机遇,他分析称,经过一段时间调整后,当前是投资医药行业的较好时点;传媒文化行业中,可以寻找刚开始进入收购整合兼并阶段的个股;而智能电视行业未来将能够获得较高的用户平均收入,能够整合视频、游戏、购物、支付等多重需求,因此也是未来长期关注的内容;此外,明年在可穿戴式计算、体感游戏设备、传感手机产品的带动下,电子行业或有较大的机会。

经历前期大幅上涨后,目前市场普遍认为对科技板块估值过高,不过,在李冠宇看来,科技行业有别于其他行业,对科技股来说,30 至 40 倍的市盈率不一定高,7 至 8 倍的市盈率也难说一定有价值。他认为,科技行业的特

点波动率也有望大幅降低。

由于明年 1 月美国国会还需要就债务问题谈判,美联储还会择机缩减量化宽松规模,这些不确定性会给市场带来波动,也是这只基金建仓的好机会。”牛若磊满怀信心。

## 人民币升值趋势放缓

牛若磊拥有 10 年海外投资管理经验和经验,他认为资产配置非常重要,在人民币升值趋势放缓的大背景下,美元资产应该成为“必需品”。

据牛若磊分析,当前国内经济增速放缓并持续结构性调整,无论是房地产和股票市场,高收益的投资机会都受到抑制,而投资海外市场具有更高机会。

在此种背景下,海外资产的配置是十分必要的。一方面,中美股市相关性较低,有利于分散市场风险;另一方面,随着美国经济复苏,美元有望走强,美元资产存在配置机会。

值得注意的是,目前人民币对美元升值步伐有所放缓,数据显示,今年以来人民币对美元升值幅度为 2%,而以往的升值幅度在 3% 至 5% 左右。

若美国经济复苏力度强劲,可能美联储就会加息或者开始收紧货币,美元就会顺势走强,人民币对美元单边上涨的行情很难维持。”牛若磊表示,目前国内就出现一些银行美元存款余额大幅增长的现象。

牛若磊介绍,目前招商标普高收益红利贵族指数基金是国内首只可以用人民币、美元、港币 3 个币种申购的基金。3 个币种所对应的 3 类份额净值表现可视为标价的的不同,若以同一货币计算,则 3 类净值均相同。对于以美元或港币申购的客户而言,基金资产全部以美元计价,因此没有汇率风险。而以人民币申购的客户就需要考虑汇率变化因素,这一点与投资其他 QDII 产品的考虑普遍一致。牛若磊建议客户用美元和港币来申购。

点是供给创造需求,一旦需求刺激出来,公司的业绩、产品销量、利润都会发生巨幅增长,因此科技股有理由获得高估值。

我们的投资策略就是对公司的核心价值作一个中长期评判,并对公司的核心变量进行监控,如果核心变量发生变化,将会对核心价值产生影响。”李冠宇表示,对于一家公司,如果短期看不到 50% 的业绩增长、两三年内看不到 2 到 3 倍业绩增长,就不会去投资。

## 投资面对的都是新东西

今年股市变化和走势超出市场预期,不符合一些资深基金经理的多年经验。比如,市场一直在等待大小盘股的风格切换,但最终并未实现。

李冠宇进入证券市场 5 年,尽管时间不算太久,但在他看来,投资最吸引他的一点,就是投资所面对的每一天,市场环境都是不一样的。因此不要用过期的经验作为预测和判断未来趋势的“指南针”。市场每天都在变化,要做到准确,自身的磁场也必须调整变化适应市场,才能做到不偏离。

从自身经验来看,做投资时间越长,质疑的东西越多。以前深信不疑的东西,在某个时点都存在被颠覆的可能性。渐渐地发现所有的事情都是变化的,只有在变化中寻找办法才是唯一不变的真理。”李冠宇说。

李冠宇称,投资需要具体问题具体分析。比如看行业、公司,我没有办法给出一个确定答案,这家公司为什么去做新业务,如何做新业务,新业务对公司未来价值有什么影响,这些问题都是静态的。或者单纯从估值的角度衡量,以前多少倍,现在多少倍,得出一个投资决策,我觉得有点过于机械。”

嘉实绝对收益策略定期混合基金经理张琦:

# 打开绝对收益之门

张琦认为,中国市场还是弱有效的,所以通过研究员对行业和公司的基本面分析来捕捉市场定价失效的机会,可以获得超额收益。

证券时报记者 孙晓霞

泛资管背景下,以往专注相对收益的公募基金开始寻求绝对收益,今年以来政策松绑为获取绝对收益的对冲基金公募化提供了契机。11 月 7 日,嘉实绝对收益策略定期混合基金正式发行,成为内地市场上首只在基金合同中明确突破该限制的对冲策略公募基金,个人投资者的“绝对收益”之门就此打开。

监管政策的松绑,意味着公募产品有望通过股指期货 100% 的对冲方式剥离市场风险,获取与股票市场整体涨跌无关的精选个股的超额收益。证券时报记者采访了这一创新基金产品的掌门人张琦。作为公募基金领域的女性基金经理,张琦拥有 8 年股票专业研究经历,历任嘉实行业研究员、金融地产研究组组长,目前担任嘉实研究部副总监。在张琦看来,目前国内运用市场中性策略的绝对收益产品相对稀缺,希望借此产品填补投资空白,为更多的普通投资人追求持续稳定的、与股市涨跌无关的绝对回报。

## 控制组合波动率

证券时报记者:证监会相关规定对于公募基金使用股指期货空头有 20% 上限要求,使得基金公司多在专户产品里去实践对冲策略,为何嘉实能拿到首张公募对冲基金准生证?

张琦:我们有幸拿到首张批文,得益于专户运作实践中投资经验的积累、与监管层的充分沟通,同时也符合国际上类似策略先专户后公募的发展趋势。嘉实基金早在 2008 年就开始进行沪深 300 股指期货运用的研究,2012 年初就已开始管理采用市场中性策略的专户产品,目前规模已超过 10 亿,在股票组合构建和系统性风险对冲方面积累了丰富经验,也为嘉实绝对收益基金后续运作奠定了基础。

证券时报记者:这只公募对冲产品的投资策略是什么?

张琦:我们投资策略有五个重要特点。第一是整个组合构建多空头的特点,叫市场中性、行业中性。做法上,市场中性讲的是多空头做 100% 的对冲,力争把系统性风险完全剥离,行业中性讲的是在多头构建方面采用行业中性的配置方法,使得多头的贝塔属性,或者说对于市场风险的反应弹性,和卖空的股指期货基本上是匹配的,这样在剥离系统性风险的时候剥离得比较干净。这样做的一个目的就是使整个组合的收益累积和市场波动的相关性尽量降到最低,也是控制组合波动率的一个方法。

第二是我们多头构建采用的是基本面选股的方法而非量化模型选股,通过研究员的深入研究自下而上精选个股来构成多头组合,这种选股方法更强调对公司未来经营状况的分析,而不是简单依赖历史的动量指标、估值指标或财务数据指标进行筛选。在这个过程中,结合企业未来现金流状况评估企业价值,然后去发现市场定价失效带来的投资机会。所以,整个多头构建阿尔法创造是基本面选股的理念。

第三个特点是多头构建依靠集体智慧,以研究部的模拟组合为蓝本来构建基金的多头。多头是全社会、全行业覆盖的,研究部的模拟组合已经持续运作了 4 年时间。在运作过程中,我们发现研究员通过精选个股可以在不同的市场情况下都取得战胜市场的超额收益。所以,才把它进行了实盘化。我们最长的实盘化产品已经运行了两年时间,在这些产品的运作中已经运用了各个行业研究员精选个股构建的多头组合,积累了投资经验,也取得了较好的投资效果。

第四个特点即是阿尔法来源广泛。我们获取阿尔法的主策略实际是在多头构建里,行业中性、精选个股,不通过行业偏离获取超额收益,而是以个股的精选来积累超额收益。多头选股内核是两个特点,专业化和多策略。专业化体现的是,每个研究员通过在行业内精选个股,选出具有超额收益的个股;多策略体现在不同的研究员面对不同的行业运用不

同的选股策略。所以,不论哪种市场风格,我们都能追求在不同行业里采用不同的选股方法获取收益。

第五点,通过上述策略安排,我们希望通过多空完全对冲,降低产品波动率,同时,通过时间积累追求超额收益的持续累积。

## 基本面选股捕捉市场机会

证券时报记者:为什么首只对冲产品采用基本面选股而非量化的方式捕捉阿尔法?

张琦:我们相信中国市场还是弱有效的,所以,我们认为,通过研究员对行业和公司的基本面分析来捕捉市场定价失效的机会,可以获得纠正后产生的超额收益。我们的专户实践证明也确实如此。

证券时报记者:该策略对研究平台提出了更高的要求,公司研究及管理方面对产品的支撑体现在哪些方面?

张琦:这只产品的阿尔法贡献实际上是多人智慧的结晶。嘉实研究部的研究员按照行业划分,实现全市场覆盖,每个行业研究员在他自己覆盖范围内精选个股,来构建模拟组合,各个行业又根据上下游产业链相关度构建出五个行业组,这一方面提高了产业链上下游的信息共享,使得我们在选股上有更多更全面的评判,另一方面也提高了我们模拟组合讨论的效率。

空头股指期货研究方面则是以嘉实结构产品部为支撑,嘉实结构产品部管理了 A 股市场上规模最大的沪深 300 指数基金,对于沪深 300 指数有更深入的理解,并且在股指期货探讨和实践阶段都是市场上的领先者。

如果还有现金的灵活运用空间,我们也会通过投资固定收益类产品来提高整体投资效率,最后达到的效果是控制波动性,追求绝对收益的累积。

证券时报记者:我们了解到,这只新基金除了率先将对冲策略公募化外,还将延续此前专户产品通常采用的季度开放模式,季度开放期设置为股指期货交割前 5 个工作日,能否介绍下产品这样设计的原因?

张琦:开放期的选择上,我们以 3 个月为周期,假设这个产品是在 11 月份成立的,那就往后推算,每 3 个月打开一次,打开的时间是股指期货交割日的前 5 个工作日,这个设计也是前期实盘运作积累下来的经验,因为股指期货基差会有波动,而在临近交割日的时候基差趋于收敛,在临近交割日时我们可以更好地把多头阿尔法提取出来,避免让客户承受基差波动可能带来的浮亏影响,这是季度开放设计的初衷。

## 基差波动是大挑战

证券时报记者:嘉实绝对收益策略定期混合基金这类公募对冲产品未来惯有的或是可能出现的风险点有哪些?如何防范和控制?

张琦:6 月钱荒导致的股市快速下跌过程中,股指期货基差曾大幅贴水。这一阶段基差的大幅波动给运用对冲策略的产品管理组合波动率提出了很大挑战。我们力争将波动率控制在较低水平也并不意味着净值没有回撤,而阶段性净值回撤的风险主要来源于两个方面:

第一,类似 8 月份这样的市场格局,沪深 300 权重股中有一些缺乏基本面支撑的个股由于泛自贸区等主题、热点原因发生了底部的超跌反弹,这是对我们这种基本面选股组合的最大软肋和攻击点。遇到这种情况时,我们会与相应的研究员进行专题讨论,重新梳理行业内个股的投资机会,如果组合存在优化空间则及时调整多头配置,如果判断是由市场阶段性的局部失效导致的,我们会坚持原有投资策略。

第二,基差大幅波动。基差长期来看是归零的,但某个阶段如果从负基差大幅升水到正基差,类似 6、7 月份这种基差大幅波动的情况,从最低贴水 60 个点升到正 10 个点,在单个月来看这种浮盈回吐是造成净值波动的最主要原因,在此次基差波动中我们也积累了一些管理基差波动风险的经验,未来我们可以通过整体仓位管理来平抑浮盈浮亏和基差波动带来的风险。